

Pertierra Cánepa, Francisco María

**Working Paper**

**Fideicomiso: Costos de agencia y costos ocultos**

Serie Documentos de Trabajo, No. 428

**Provided in Cooperation with:**

University of CEMA, Buenos Aires

*Suggested Citation:* Pertierra Cánepa, Francisco María (2010) : Fideicomiso: Costos de agencia y costos ocultos, Serie Documentos de Trabajo, No. 428, Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/84398>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Negocios y Finanzas**

**FIDEICOMISO: COSTOS DE AGENCIA  
Y COSTOS OCULTOS**

**Francisco María Pertierra Cánepa**

**Agosto 2010  
Nro. 428**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**



## **FIDEICOMISO: COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS**

Por Francisco María Pertierra Cánepa<sup>1</sup>

### **Dedicatoria**

*A mis hijos Sofía María y Ramiro María, por permitirme realizar diariamente el desafío más importante de mi vida, que es intentar ser para ellos “el mejor padre”.*

### **Abstract**

*Hacia finales de los años 90 la situación económica de la Argentina fue complicándose lo que sumado a los bajos precios internacionales de las commodities, hicieron necesario el estudio de nuevas alternativas para el desarrollo rentable de negocios productivos en el país. La participación directa del autor en actividades agropecuarias e inmobiliarias, le permitía ir monitoreando esta realidad y dadas las perspectivas, profundizó en el análisis y diseño de nuevas herramientas que apalanquen los negocios, específicamente en el fideicomiso y su aplicación innovadora a los proyectos de la economía real.*

*A lo largo del presente trabajo estudiaremos el fideicomiso aplicado a los negocios en Argentina, analizando las fortalezas y debilidades como herramienta de valor diferencial con el objetivo de confirmar la existencia de “costos de agencia” y la ocurrencia de otros más novedosos que identificamos y proponemos denominar, “costos ocultos”. Demostraremos que ambos pueden ser previstos y acotados, tanto los de Agencia que surgen de las asimetrías en la relación principal-agente como los Ocultos, que pueden estar originados por el incorrecto diseño de proyectos, la carencia de Planes de Negocio profesionales, la copia de contratos de fideicomiso, la mala praxis y la improvisación en la dirección de negocios de riesgo. Por lo tanto, consideramos que el análisis de estos costos constituye un enfoque original*

<sup>1</sup>Doctor en Dirección de Empresas (CEMA); MBA (CEMA); San Diego State University (Ca. US). Ingeniero Agrónomo (UBA). Profesor de las Cátedras de “Entrepreneurship” en el MBA del CEMA y de “Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa” en la Maestría de Finanzas de la Universidad del CEMA. Director del área de Management, Estrategia y Fideicomisos del Estudio Joaquín Ledesma y Asociados. Director del área de Desarrollo Institucional de Cáritas Buenos Aires Ex - Director Ejecutivo de la Cámara de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP). Ex - Gerente General del Instituto para la Promoción de la Carne Vacuna Argentina (IPCVA) Estos puntos de vista no representan necesariamente los de la Universidad del Cema.

*particularmente en el fideicomiso, por el desdoblamiento de la propiedad entre los originantes y el fiduciario que actúa en función del encargo de confianza y a favor de los beneficiarios. También se corroborará que la ocurrencia de estos costos varía acorde al tipo de fideicomiso, ya que en los financieros los costos de agencia tienen menores posibilidades de ocurrencia dada la estandarización de los procedimientos y las estructuras necesarias para su constitución. En los fideicomisos ordinarios, la incidencia de los costos de agencia y de los ocultos es mayor, dado que son contratos realizados por las partes en forma privada y que se ajustan a un negocio determinado y singular.*

*Finalmente este trabajo tiene el fin de fortalecer la correcta aplicación de la figura del fideicomiso, que por sus características diferenciales, es el vehículo adecuado para el diseño y desarrollo exitoso de proyectos de inversión en todo el país.*

## **INTRODUCCIÓN**

Producto de nuestro trabajo profesional en negocios implementados a través de fideicomisos, resultó importante y necesario el estudio de situaciones que reiteradamente, generaban costos no previstos que dificultaban el éxito de los proyectos. Algunos de estos costos tenían relación con los observados en las empresas organizadas jurídicamente bajo los tipos societarios tradicionales, como son los costos de agencia, pero no podían ser aplicados linealmente a los proyectos cuya organización tenía fundamento en un fideicomiso. También se detectaban muchos casos donde aparecían costos observados como producto de conductas o abordajes inadecuados de la mencionada herramienta. Ajustando el análisis de estos costos, pudimos determinar la existencia de costos de agencia en los fideicomisos y, además, que existían otras situaciones que generaban otros costos de más difícil conceptualización y que, por resultar más novedosos en su abordaje teórico-práctico, concluimos enunciándolos como costos ocultos.

Los costos de agencia se originan en la falta de alineación entre los intereses de los propietarios y los profesionales que se encargan de la gestión y conducción de los negocios de estos propietarios. Una relación de agencia es un acuerdo por el que una de las partes, el Principal, contrata a otra denominada Agente, para que realice algún servicio en su nombre. Existen gran cantidad de relaciones de agencia en las empresas y en consecuencia muchas razones que muestran que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales. Hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa de los principales. Estos costos de agencia, si bien han sido tratados por algunos autores para las empresas organizadas bajo esquemas societarios tradicionales, su ocurrencia en los negocios bajo fideicomisos constituye una novedad. En el caso que desarrollamos es necesario considerar que el fideicomiso se diferencia básicamente de una empresa tradicional en que la propiedad de los bienes es transmitida legalmente a un fiduciario quien tiene por misión cumplir el objetivo preestablecido y que en confianza, le encomendaran a favor de los denominados beneficiarios.

Este hecho hace la diferencia con una empresa organizada bajo la tipología societaria tradicional donde los activos no son propiedad del manager. Pero, además, si analizamos en detalle el mercado del fideicomiso en Argentina tanto en una perspectiva histórica como coyuntural podemos detectar que, por su incidencia en los resultados

siguen existiendo y apareciendo gran cantidad de conflictos innecesarios en la marcha regular de los negocios, que son muy costosos y muchas veces mal solucionados. Inclusive estos costos presentados como “ocultos”, a veces alcanzan valores que limitan el resultado atractivo del negocio para los inversores y más aún, al no ser solucionados o solucionados en forma parcial debido al apuro y urgencia, van generando insatisfacciones finales para las partes lo cual termina perjudicando al instrumento en sí mismo. Buscando el origen de la relación causa-consecuencia podríamos señalar como principales factores, tanto la novedad en el uso de la figura, como la falta de estudio, difusión y docencia de la misma; la falta de profesionalismo de los actores involucrados en los negocios; la dificultad para acceder al asesoramiento de idóneos y la irresponsable generación de proyectos cuyos estudios previos de oportunidad, rentabilidad y sustentabilidad son muy pobres, en cuanto a su contenido y a su profundidad. Consecuentemente, el resultado obvio del conjunto de estos factores causales produce la aparición y existencia de determinados costos adicionales que no debieran haber ocurrido o aparecido, de haber sido considerados a la hora de planificar los negocios a emprender.

Para completar el diagnóstico, también se ve afectada la comunidad ya que todo esto produce confusión en los mensajes respecto a las bondades de la figura pues crece el descrédito sobre la misma en lugar de asignarle las culpas a los recursos humanos intervinientes, ya sea producto de la imprevisibilidad en el planeamiento de los negocios, de la ausencia del correcto asesoramiento para disminuir los costos o directamente de intenciones contrarias a la ética y buen espíritu de los negocios comerciales.

Así, sostenemos que existen costos de agencia en los fideicomisos y, más específicamente, en tanto aporte original a la discusión científica, postulamos la existencia de una nueva denominación de costos a los que llamamos “ocultos” en los negocios estructurados bajo contratos de fideicomiso.

Sostenemos que estos costos tienen diferente incidencia en los fideicomisos financieros respecto a los ordinarios y que podrían ser minimizados de ser considerados y estudiados profesional y responsablemente, en etapas previas de planificación, llegando hasta el start-up de los proyectos.

Para demostrar estos postulados hemos realizado un profundo análisis teórico de lo investigado hasta el presente respecto a la figura del fideicomiso aplicada a los negocios y los problemas que originan los costos enfocados, y en los resultados del trabajo

desarrollado en la Tesis Doctoral<sup>2</sup> del autor, donde se realizó una investigación de carácter exploratorio en el marco de una investigación empírica de carácter cualitativa, con la finalidad la operacionalizar las variables que hacen a los costos de agencia y a los costos ocultos del fideicomiso.

### **Fideicomiso: fundamentos y antecedentes**

Fideicomiso proviene del latín fideicomisum y significa “confianza”, la que se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico. Por lo tanto el valor fundamental está dado por el contenido de contrato que dependerá de las características del encargo realizado por una de las partes a la otra, que son quienes acuerdan los términos del documento. Para ello existe una persona, fiduciante, que transmite la propiedad fiduciaria de ciertos bienes a otra, fiduciario, con una finalidad específica y determinada. Sus dos características fundamentales son la transferencia de la propiedad y el encargo de confianza realizado al fiduciario<sup>3</sup>.

Es importante destacar que el fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino que otorga mayores seguridades y garantías a un negocio subyacente; es decir es simplemente un medio.

Si bien el espíritu del fideicomiso estaba legislado en Argentina en el artículo 2662 del Código Civil del año 1871 escrito por el visionario y jurista argentino Dalmacio Vélez Sarsfield, recién en el año 1995 se promulgó la ley 24.441 denominada “Ley para el Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”

El fideicomiso ha tenido en Argentina aplicación creciente desde su incorporación al plexo legislativo pero su mayor impulso fue a partir del 2002, con un crecimiento continuo, pasando de operar solo en fideicomisos financieros<sup>4</sup>, de más de \$ 1.800 MM en 2004 a más de \$ 9.700 MM en el 2008<sup>5</sup>. Es importante destacar que este crecimiento, si bien ha tenido una afectación temporal durante el año 2009 producto de la intervención del Estado de fines de 2008 estatizando los fondos de las AFJP’s, se ha mantenido aunque todavía falta tiempo para poder evaluar los alcances y consecuencias de estas intervenciones gubernamentales.

<sup>2</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. Tesis Doctoral “Fideicomiso y Negocios en Argentina: Costos de Agencia y Costos Ocultos”. Buenos Aires, Universidad del CEMA. 2009

<sup>3</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. “Fundamentos del Fideicomiso”, Notas de clase, Cátedra de Fideicomisos y Securitización. Master de Finanzas. Bs. As. Universidad del CEMA. 2006.

<sup>4</sup> Nota del Autor: son Fideicomisos Financieros, aprobados por la Comisión Nacional de Valores y autorizados a cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

<sup>5</sup> Fuente: Estudio Joaquín Ledesma & Asociados, con datos de la BCBA.



## **COSTOS DE AGENCIA Y COSTOS OCULTOS**

En toda organización se genera una relación social y laboral entre las personas que trabajan en la misma. Estas además tienen otros intereses particulares que pueden no estar alineados con los comunes a la organización. Entre estas relaciones encontramos dos posiciones extremas que son la del dueño y la del profesional contratado. A estas dos posiciones y a su relación, las denominamos “relación entre el Principal y el Agente”.

El profesional contratado es el agente, que debe aplicar sus habilidades para lograr el éxito de los objetivos del principal y por ello, recibe una retribución que debería tener relación con los talentos del agente involucrado. De esta interacción se desprende que entre ambos se va a generar una serie de relaciones, que en algunos casos, pueden originar conflictos a los cuales denominamos “problemas de agencia”.

En consecuencia un punto de fundamental importancia será el proceso de selección de las personas adecuadas para colaborar en el logro de los objetivos. Estas personas deberían estar altamente motivadas y compenetradas con el proyecto para dar lo mejor de si en pos del cumplimiento de ese pacto. Pero es necesario aclarar que estas relaciones se concretan siempre en un marco donde la información que tienen o consiguen las partes esa asimétrica; en el caso del Principal, generalmente no solo tiene conocimientos limitados sobre los candidatos a seleccionar sino que también debe comprender y asumir que su capacidad de control efectivo sobre el desenvolvimiento de los mismos, será limitada. Estas diferencias de información originan algunos costos de los que son objeto en este estudio.

Definimos a los **Costos de Agencia** como **“aquellos que surgen por la dispar alineación entre los intereses de los propietarios en su rol de accionistas y los del management en su rol de ejecutivos-administradores”**. Luego, innovamos definiendo a los **Costos Ocultos** como **“aquellos costos no previstos que pueden surgir como consecuencia de la falta de idoneidad de los participantes, de la urgencia y la escasa o nula planificación profesional de los proyectos, pero también como producto del desconocimiento práctico de las actividades y problemas que implican la ejecución activa de los negocios, o de la imprevisión y el excesivo optimismo respecto a la evolución positiva de cada emprendimiento”**<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, “Costos no previstos en los fideicomisos”, Cuadernillo de clases, Cátedra de Fideicomisos, Master de Finanzas, Argentina, CEMA. 2007

Dado que estos costos no han sido estudiados en su relación con el fideicomiso, podemos encontrar que a diferencia de los tipos societarios tradicionales aplicados a la organización jurídica de los proyectos, en el fideicomiso se presenta una característica original puesto que pueden ocurrir costos de agencia en dos niveles simultáneos acorde a como se integran las partes y sujetos en el fideicomiso: entre Fiduciante y Fiduciario y, dadas las características particulares, entre Fiduciario y Beneficiario.

**Agencia y empresa: conflicto de incentivos.**

La teoría nos indica que los individuos son maximizadores creativos de su propia utilidad y por lo tanto, no es esperable que el conjunto de individuos que hace un contrato con la empresa, tenga automáticamente los mismos objetivos. En cambio los propietarios de la empresa tienen derecho a los beneficios residuales que genera la misma y entonces, probablemente les interesará maximizar el valor actual de estos beneficios, mientras que otros miembros de la empresa pueden no compartir este objetivo<sup>7</sup>.

Entonces podemos desarrollar algunos de los principales conflictos que pueden ocurrir entre los propietarios y los directivos:

- Elección del grado de esfuerzo: el esfuerzo adicional de los directivos generalmente aumenta el valor de la empresa pero como son los directivos los que realizan el esfuerzo, el esfuerzo adicional reduce su utilidad.
- Aceptación de complementos: a los propietarios les interesa pagar sueldos y primas suficientemente altos para atraer y retener a los directivos idóneos, competentes y eficientes. Sin embargo y con alta probabilidad no estén dispuestos a pagarles demasiado por sobre el mercado. En cambio los directivos quieren todo lo contrario.
- Diferente exposición al riesgo: los directivos normalmente tienen un considerable nivel de capital humano y de patrimonio personal invertido en la empresa. Esta gran inversión puede hacer que parezcan excesivamente aversos al riesgo a consideración de los propietarios, ya que en general invierten una pequeña parte de su riqueza en la empresa.
- Diferentes horizontes: esto es central ya que los derechos de los directivos sobre una empresa generalmente dependen de su antigüedad en la misma. Por tanto tienen pocos incentivos para preocuparse por la situación del flujo de caja

<sup>7</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. y equipo, TP "Fideicomiso y costos de agencia", Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas. Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2008.

después de su paso por la empresa. En cambio, a los propietarios les interesa el valor de la futura fuente de flujos de caja, ya que de él depende el precio al que pueden vender sus acciones sobre la empresa.

- Exceso de inversión: Los directivos pueden ser reacios a reducir el tamaño de una empresa; aún en el caso que hubieran concretado proyectos de inversión rentables, prefieren construir un imperio.

Una forma de controlar los problemas de incentivos puede lograrse a través de los contratos, que tanto los implícitos como los explícitos, definen la arquitectura de la organización, es decir sus sistemas de derechos, de decisión, de evaluación de resultados y de remuneración. Esta arquitectura constituye un importante conjunto de restricciones y de estímulos que ayuda a resolver los problemas de incentivos.

En este análisis podemos apreciar que los propietarios establecen el gasto total de la empresa en remuneraciones y los directivos eligen el nivel óptimo de consumo de complementos, y eso determina su remuneración en efectivo. Esto sugiere que probablemente sea eficiente desde el punto de vista de ambos, que los directivos reciban un sistema de complementos ya que algunos aumentan la productividad, y los complementos y los sueldos reciben un tratamiento fiscal distinto. Sin ellos, es posible que los accionistas que son los propietarios, hubieran tenido que pagar unos sueldos más altos para atraer y retener al equipo directivo.

Surge por lo tanto evidente que existen buenas razones para creer que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales automáticamente. Hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa de los principales. También es necesario establecer una relación directa de los mismos con el tiempo, lo cual genera desiguales tratamientos para la información necesaria y los costos que pudiera generar esto. Los contratos presentan básicamente dos tipos de problemas de información en función del momento. El primero son las asimetrías de la información entre los firmantes antes de que se negocie el contrato; y el segundo es el problema de las asimetrías de la información durante el período de vigencia del contrato que ya fue redactado.

En muchos casos un contrato bien diseñado puede resolver los problemas de incentivos a un bajo costo. Sin embargo en la práctica sabemos que los buenos contratos deben tener un alto costo, es decir son caros en términos absolutos puesto que llevan una

importante carga de conocimientos y experiencia no solo en su diseño sino también en las acciones de negociar, administrar y hacer cumplir.

Un factor importante que limita la capacidad de los contratos de resolver los conflictos de incentivos es que la información es costosa tanto para generarla como para procesarla y tenerla actualizada. Por lo tanto muy probablemente la información sea asimétrica lo que podemos corroborar a través de un ejemplo concreto donde podemos ver que un directivo puede saber cual es el potencial de beneficios de la empresa mejor que los propietarios que no están consustanciados con la operatoria de la misma. Dada esta distribución de la información que implica dos realidades contrapuestas, se vuelve claramente inviable que los propietarios puedan controlar los complementos que consume un directivo utilizando un contrato retributivo que requiera tener información perfecta sobre el potencial de beneficios de la empresa.

Basados en lo desarrollado, debemos aceptar que la estructura misma de los fideicomisos produce la duplicación de los problemas de agencia y en consecuencia, el aumento de los costos derivados de esta situación. Claramente esta duplicación ocurre porque existen tres actores donde dos de ellos cumplen el rol de “principales”, que son los beneficiarios y fiduciantes, y uno el de “agente”, que es el fiduciario. Los problemas entonces pueden ocurrir entre fiduciario - fiduciante o también entre fiduciario - beneficiario.

Los problemas de agencia se centran en la relación de un principal y un agente como es el caso de los accionistas con el management de una organización. En el caso de los fideicomisos los costos de agencia se duplican ya que existe este problema de relación que en el caso ya mencionado podemos llamar tradicional (fiduciario- beneficiario) y un problema inherente a la particularidad del fideicomiso que es el del fiduciario con el fiduciante o los fiduciantes si fueran varios. Por otra parte en los fideicomisos financieros se dan nuevos potenciales problemas de agencia en relación con la figura del banco comercial como controlador del cumplimiento de covenants y controlador del pago de capital e intereses ya que el banco es elegido por quien establece el encargo o la manda, como agente de los tenedores de títulos antes de la emisión de bonos.

En el caso del banco comercial podemos ver otro conflicto de asimetría de información cuando el inversor es atendido por un empleado, supuestamente idóneo, y éste ya sea por falta de interés personal, por falta de capacitación o por falta de incentivos, no cuenta con los conocimientos adecuados para cubrir la función de asesoramiento en inversiones.

Esto también ocurre con la designación de las calificadoras de riesgo que anualmente evalúan el flujo de los activos en juego para aportar información que brinde mayor seguridad a los inversores, pero que su contratación está directamente relacionada con la decisión de quien es el fiduciante, es decir el interesado principal en ese encargo originante del negocio.

Podemos establecer con seguridad en forma comparativa que los problemas de agencia son menores en una estructuración de proyectos y emprendimientos con herramientas jurídicas tradicionales como alguno de los tipos societarios, de lo que se desprende que también serán menores sus costos. Esto implica aceptar que la estructuración a partir de fideicomisos en este aspecto, contiene una desventaja comparativa en relación con la forma de estructurarlos a través de tipos societarios. No obstante, en realidad esta es una desventaja que se encuentra en la naturaleza misma del fideicomiso pero esa misma naturaleza es la que permite y contiene, muchas otras ventajas que hacen que el fideicomiso sea un instrumento de altísimo valor si está aplicado en forma adecuada. Pero también podemos confirmar que estos problemas de agencia tienen carácter de ocurrencia potencial, pero además técnica y eficientemente podrían ser disminuidos o controlados a partir del contenido del texto redactado en el contrato que debe ser aceptado por las partes. Es decir simplemente utilizando alguna de las grandes ventajas del fideicomiso como la versatilidad y la posibilidad de formalizar un patrimonio de afectación que está fuera del patrimonio de cada uno de los participantes y que se ajuste a las reglas, derechos y obligaciones establecidas por las partes intervinientes y a la medida del negocio.

Específicamente respecto a los costos ocultos, la investigación realizada<sup>8</sup> y los casos prácticos relevados permiten determinar que existe un consenso mayoritario en cuanto a que las contingencias fiscales, los vacíos contractuales y la falta de experiencia práctica en la operación de un negocio bajo un contrato de fideicomiso son los principales problemas que generan los costos experimentados.

En base a los resultados se ha podido confirmar que estos costos existen y aumentan en los fideicomisos ordinarios, especialmente en aquellos que tienen como objetivo procesos de carácter productivo en la economía real. Por lo tanto para lidiar con estos hay consenso en que se requiere un conocimiento específico de la actividad desarrollada, y para ello son fundamentales determinadas características particulares

<sup>8</sup> Pertierra Cánepa Francisco María. 2009. Op. Cit. pág. 7

como el efectivo desempeño de los roles activos, como el de un fiduciario idóneo y con antecedentes, de un desarrollador y / o un operador con expertos conocimientos técnicos y de auditores que controlan y ayudan al negocio; todo esto se convierte en trascendental para lograr cumplir con los objetivos planificados.

Se concluye también del trabajo mencionado que en los fideicomisos financieros no resulta tan evidente la ocurrencia de costos ocultos, con excepción de las cuestiones impositivas, los defaults y / o los procesos de liquidación del fideicomiso.

En el caso de los FF con oferta pública si el objetivo es la securitización de carteras de créditos, lo fundamental como actividad básica para poder estructurar el negocio correctamente, es analizar en forma profesional y responsable el flujo que se va a securitizar; las garantías otorgadas; quien es el que otorga los créditos y finalmente a quienes se adjudican esos créditos. Si esto se planifica y realiza de esta manera, se disminuyen notablemente las posibilidades de stress, inclusive ante la influencia de circunstancias negativas externas.

### **Relaciones de agencia y sus problemas. Costos de Agencia y el Fideicomiso**

En una relación de agencia el Principal (P) es quien delega en el Agente (A) la capacidad para tomar decisiones. Aplicado al fideicomiso, podemos establecer que los roles del fiduciante y los beneficiarios serán los de P y el del fiduciario, será el de A.

En consecuencia la relación de agencia supone que ambas partes se vinculan de manera mutuamente beneficiosa, en pos de objetivos e intereses compartidos. La forma de materializar estas relaciones es por medio de los contratos pactados entre las partes ya sea que tengan carácter explícito o implícito. También de esto dependerá su pertinencia como elemento de valor a la hora de producirse conflictos pero aún en estos casos, lo determinante será el contenido referido a derechos y obligaciones de las partes.

Una de las características básicas de la relación es la diferencia de información que poseen los actores desde la posición que juega cada uno en el contrato. Esta diferencia se manifiesta como un indiscutible caso de información asimétrica que no es producto de la falta de predisposición o mala intencionalidad de las partes, sino que se relaciona con roles, experiencias, posiciones, habilidades y conocimientos.

Una relación denominada de agencia supone que una de las partes, el agente, se desempeña primariamente a favor de los intereses del principal y no de los propios, si estos generaran un conflicto de intereses. No obstante esto, queda claro que los agentes podrían aprovechar la imperfecta relación de agencia por asimetrías de información para trabajar a favor de sus propios intereses, desplazando la atención de sus obligaciones en

la relación con el principal y consecuentemente, creándole un mayor o menor perjuicio. Esto es lo que llamamos un comportamiento oportunista con sus consecuentes afectaciones. En consecuencia y dado lo que mencionamos respecto a que el vínculo entre ambas partes es contractual ya sea más o menos explícito, la solidez del contenido de este contrato será la pieza fundamental para disminuir la posibilidad de ocurrencia de los problemas que se generan producto de los costos de agencia que si bien siempre existen, pueden ser minimizados y controlados, llegando en algún caso, a ser evitados.

Existen muchas relaciones de agencia que ocurren habitualmente en las organizaciones entre las que podemos mencionar situaciones como cuando los accionistas nombran consejos de administración como agentes para supervisar la gestión de las empresas. Tal como puntualizamos existen razones demostradas para aceptar que los incentivos de los principales y los agentes no son iguales automáticamente. De hecho hay problemas de agencia cuando una vez firmado el contrato, los agentes tienen incentivos para tomar decisiones que aumenten su bienestar a costa del principal.

Normalmente la información asimétrica impide resolver sin costo estos problemas contractuales, dado que el principal no puede observar lo que hace el agente sin incurrir en costos; y el agente generalmente puede dedicarse a actividades como no esforzarse y consumir complementos sin que esas actividades sean detectadas invariablemente por el principal. El principal puede limitar esa conducta dando al agente unos incentivos adecuados a través del contrato e incurriendo en costos de seguimiento.

Pero también los agentes también podrían incurrir en costos de fianza para contribuir a garantizar que no harán determinadas cosas o que el principal será indemnizado si lo hacen; tal es el caso de la contratación de pólizas de seguro que indemnizarán al principal en caso de robo.

Existen dos casos principales donde se originan problemas de agencia:

- **Moral Hazard o el riesgo moral:** se produce cuando existen acciones del agente que no son directamente observables por el principal o que el agente considera que no es conveniente que sean observadas.

- **Adverse Selection o selección adversa:** se produce cuando existen ciertas características en el comportamiento del agente que el principal no puede observar directamente. Se refiere a la tendencia de una persona que tiene información privada sobre algo que afecta a los costos o beneficios de un posible socio comercial, para presentar una oferta que sería perjudicial para el socio comercial.

Aplicado al fideicomiso, podríamos mencionar el caso de un fideicomiso ordinario donde se comete un grave error en la selección del fiduciario, producto tal vez de no haber investigado su desempeño anterior, lo que hubiera permitido detectar los problemas ocurridos en otros casos donde el mismo actuó como fiduciario. Es decir que se eligió al fiduciario sin haber realizado un exhaustivo análisis de antecedentes o que se estableció una relación con alguno de ellos basado en razones diferentes al track - record demostrable. Esta situación llevada a la práctica ocurre con cierta regularidad, especialmente en los casos de desarrollos inmobiliarios donde el creador y promotor del proyecto a aras de bajar costos y conseguir inversores rápidamente, contrata a un fiduciario carente de experiencia, antecedentes y escala.

Profundizando en la selección adversa vemos que ocurre con frecuencia y que generalmente tiene relación con el manejo y la posesión de la información.

El planteo de la información asimétrica se puede corroborar en tanto en la etapa pre-contractual como en la pos-contractual, es decir durante el diseño de contrato o durante la vigencia del mismo una vez formalizado.

Sabemos que la información normalmente es asimétrica en el momento del diseño y la negociación de un contrato, como el caso donde el demandante del empleo tiene más información sobre el salario que considera aceptable mientras que el empresario tiene más información sobre lo que la empresa está dispuesta a pagar. Las asimetrías de la información precontractuales<sup>9</sup> también generan costos contractuales y pueden plantear el fracaso de la negociación cuando las partes no llegan a un acuerdo aunque sea teóricamente ventajoso hacerlo y la selección adversa. Como ejemplo podemos mencionar el de la persona que conoce su estado de salud mejor que la compañía de seguros que contrata.

En general la información asimétrica impide resolver sin costo estos problemas contractuales. Dado que el principal no puede observar lo que hace el agente sin incurrir en costos, el agente generalmente puede no asumir su mayor compromiso y recibir los complementos sin que esas faltas sean conocidas por el principal. No obstante, el principal puede limitar esa conducta dando al agente unos incentivos adecuados a través del contrato e incurriendo en costos de seguimiento.

<sup>9</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. y equipo "Las asimetrías de información". TP de la Cátedra de Fideicomisos y Securitización del Master en Finanzas. Buenos Aires Universidad del CEMA. 2008



### **La relación entre los fideicomisos y los problemas de agencia, una situación particular<sup>10</sup>:**

El fideicomiso es un contrato de carácter bilateral originado por un encargo de confianza con el objetivo de cumplir el mismo a favor de quienes hayan sido indicados como beneficiarios. El Fiduciario es el responsable de cumplir con el encargo, ejerciendo su responsabilidad en función de los beneficiarios. Por lo tanto hay tres jugadores fundamentales en una estructura fiduciaria, cuyos roles y funcionamiento están interconectados. En consecuencia queda establecida una duplicación que puede duplicar los problemas de agencia en los fideicomisos tanto ordinarios como financieros, y que podemos corroborar en dos casos específicos:

- Fiduciante – Fiduciario: ocurre cuando el fiduciario no cumple o ignora la voluntad del fiduciante durante su gestión. Es un problema de agencia temporal dado que la propiedad de los bienes le fueron transmitidas al fiduciario en forma acotada al encargo de confianza, al objetivo del encargo y a la duración de mismo. Dada la transferencia de la propiedad del patrimonio fideicomitado, esto constituye una particularidad del fideicomiso.
- Fiduciario – Beneficiarios: ocurre cuando el fiduciario en el desempeño de sus funciones no tiene en cuenta los deseos de los beneficiarios, basado en que el encargo lo hizo el fiduciante. Pero los beneficiarios tienen los derechos sobre el encargo que el fiduciario debe concretar, lo que genera un interrogante dado que los beneficiarios tienen derechos sobre el resultado que son de carácter “personal” contra el fiduciario, fundamentado en que el fideicomiso no es una persona jurídica.

### **Problemas de agencia fiduciario-fiduciante**

Este conflicto es particular del fideicomiso dado que el fiduciante sólo tiene poderes de disposición sobre los bienes fideicomitados hasta el momento de la transferencia de la propiedad fiduciaria<sup>11</sup>. De ahí en más sabe o debería saberlo, que ya no es dueño del patrimonio transferido por el tiempo establecido en el pacto. Deja de ser el propietario aunque limitado al plazo del encargo, por lo cual el fiduciario concreta una propiedad

<sup>10</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María y equipo. “Agencia en los fideicomisos”. TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master de Finanzas del CEMA. Buenos Aires, año 2008.

<sup>11</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. y equipo, “Costos de Agencia y Fideicomiso”, TP de la Cátedra de Fideicomisos del Master en Finanzas: Buenos Aires, Universidad del CEMA. Año 2008

sobre el patrimonio en cuestión, aunque es imperfecta. En tal sentido, se podría estipular que luego de la manifestación del encargo de confianza que provoca la constitución del fideicomiso y la transferencia de la propiedad consecuente para perfeccionarlo, el interés del nuevo propietario en el fiduciante pierde fuerza conservando un valor menor y de carácter histórico. Pero en la realidad esto no es así ya que el fiduciante puede reservarse derechos como revocar al fiduciario, ponerle mayores obligaciones y requisitos, hasta si la redacción del contrato lo previó y bajo determinadas circunstancias, cambiar al beneficiario y/o al fideicomisario; o también adicionar otros. Asimismo al tratar el deber del fiduciario de rendir cuentas, surge la facultad del fiduciante de exigirlos como obvia consecuencia del encargo que le ha encomendado. Por supuesto que además todo fiduciario que conozca responsablemente sus deberes y responsabilidades intentará no caer en comportamientos que pueden interpretarse bajo la figura de la culpa o el dolo<sup>12</sup>.

Se puntualiza que en los fideicomisos el rol del fiduciario es organizar las diferentes relaciones que hacen a las partes y sujetos intervinientes en él, y que la insolvencia del mismo no debiera afectar la continuidad del proyecto bajo un fideicomiso. En consecuencia y siempre teniendo como premisa el correcto desempeño del fiduciario, este tiene responsabilidad hacia los acreedores del fideicomiso. Podemos afirmar que un fideicomiso que no está legalmente atado a las obligaciones del fiduciario es un fideicomiso solamente de nombre justificado probablemente por razones comerciales. Por lo tanto debe existir un incentivo del fiduciante a monitorear y controlar al fiduciario, lo que significará claramente un costo de control a considerar. Ahora bien, el fiduciante debe ejercer su potestad a la hora del control y buen ejercicio por parte del fiduciario pero sin olvidar que este es el experto en la materia o debiera serlo. Su contratación se fundamenta en la confianza obtenida por su idoneidad en la administración fiduciaria y su buen desempeño y antecedentes. En consecuencia, el fiduciante debe tener cuidado en los límites que le imponga contractualmente sobre el marco de acción del fiduciario para no condicionar, limitar o entorpecer el buen desempeño profesional y ágil del mismo, producto de su experiencia, su punto de vista independiente e idoneidad en la materia. De no ser así nos estaríamos acercando peligrosamente a la figura del administrador tradicional que actúa cumpliendo ese rol para quien lo contrata.

<sup>12</sup> Lisoprawski Silvio y del Sel Juan. Los fideicomisos pantalla y la estafa". Buenos Aires, Editorial La Ley. 13 agosto de 2008

Otro tema no menor es lo referente a la remuneración a recibir por el fiduciario. La misma debe ser clara, transparente y con acuerdo total del fiduciario, tanto en tipo y monto como en forma de pago con el fin que no produzca ruidos en el desempeño de las actividades fiduciarias ni en la marcha del fideicomiso. Va de suyo que éste último al aceptar y tomar el cargo tiene la obligación de manejarse como un buen hombre de negocios y si no lo cumpliera con los estándares requeridos y su rendimiento no fuera el esperable, el o los fiduciantes se verán en la disyuntiva estratégica de echarlo y sustituirlo, o de incentivarlo de manera diferente. En ambos casos se producirán mayores costos de los que se hubiesen asumido al inicio de la relación y lo mismo sucedería si el fiduciario decidiera renunciar. Es decir todas estas situaciones perjudican al negocio y le generan costos adicionales que si bien son de agencia, tienen superficies comunes con los que denominamos costos ocultos, pues muchos de ellos ya no son solamente producto de la disparidad de intereses entre agente y principal sino que también surgen por desconocimiento, imprevisión, improvisación o falta de idoneidad. En consecuencia, para tratar de estar al margen de los problemas de agencia mencionados se tiene que poner énfasis en que las obligaciones e incentivos del fiduciario deben ser claras y estar plasmadas en un contrato. A mayor solidez del contrato, menor será la posibilidad de comportamientos oportunistas del fiduciario, por lo que los costos de agencia disminuirán. Esta solidez deberá descansar en un correcto Plan de Negocios<sup>13</sup> realizado por el emprendedor con todo el asesoramiento de profesionales idóneos y un contrato de fideicomiso estructurado con la participación de todas las áreas del conocimiento técnico y funcionales ya sea jurídico, comercial, finanzas, producción, impositiva y fiscal entre otras. En todos los casos y tratándose de negocios, siempre es clave que cuenten con experiencia práctica real en el desarrollo y ejecución de los proyectos.

### **Problemas de agencia fiduciario-beneficiarios**

Pese a la estructura particular de la propiedad del fideicomiso, este caso es similar al conflicto de agencia entre accionista y management de la organización tradicional.

El agente actúa a favor de los beneficiarios del fideicomiso quienes en caso de administración fraudulenta o cesación de pagos, están limitados a recibir el residual del patrimonio fideicomitado luego de haberse pagado todas las demás obligaciones.

<sup>13</sup> Nota del autor: Plan de Negocios es un concepto similar al de Business Plan.

En esta relación puede ocurrir una situación extrema que consiste en el caso de la remoción del fiduciario de sus funciones ya sea por deslealtad, deshonestidad o por incapacidad. En este caso el costo originado en su desplazamiento y de selección de candidatos para su reemplazo, así como los costos de la incertidumbre durante la transición, serán soportados por los beneficiarios, mientras que en la relación lógica, los beneficiarios deberían ser defendidos y considerados positivamente por las buenas decisiones que tome el fiduciario.

Al mismo tiempo y acotado temporalmente, el fiduciario es el único dueño del patrimonio fiduciario durante la vigencia del fideicomiso pero los beneficiarios que son los tenedores de los derechos, se convertirán en los poseedores de los bienes recién al final del fideicomiso. En consecuencia el beneficiario debería estar altamente incentivado y motivado a monitorear al fiduciario, y por ende debería afrontar esos costos.

Se concluye entonces, que una tarea fundamental del fiduciario es la satisfacción de los beneficiarios pero remarcando que, el fiduciario no debe actuar de acuerdo a los intereses individuales de los beneficiarios.

### **Costos Ocultos**

El interés y su estudio fueron producto del trabajo diario en el diseño, estructuración, organización, conducción y / o asesoramiento de negocios con fideicomisos. La experiencia práctica nos mostraba la importancia de estos conflictos que originaban costos y confirmaban su ocurrencia en la mayor parte de los fideicomisos.

Definidos conceptualmente, estudiamos su altísima relación entre el nivel de conocimiento teórico-práctico de quienes trabajan en el diseño de los negocios y sus contratos de fideicomiso, y la dedicación en términos de tiempo y responsabilidad puesta en esas tareas. Del adecuado mix entre capacidad y dedicación surgen muchos de las soluciones a los potenciales conflictos generadores de estos nuevos costos ocultos, ya que su estudio y planificación anticipada, permiten incorporar cláusulas y procedimientos para atenuar su impacto.

La ocurrencia de estos costos no es aleatoria ni accidental, sino que tiene fuerte relación con el desempeño de los participantes y con el nivel de responsabilidad e idoneidad de los mismos. Esto implica que estos costos tienen que ver directamente con las personas que intervienen y por ende su ocurrencia, es muy difícil de pronosticar ya que varían acorde a la naturaleza y situación coyuntural de las personas, que claramente pueden estar afectadas por factores externos de ocurrencia compleja y azarosa.

En el caso de los FF con oferta pública cuyo objetivo es securitizar carteras de préstamos para consumo y de tarjetas de crédito, la investigación empírica realizada en la Tesis de Pertierra Cánepa, demostró que la ocurrencia de costos ocultos es de menor probabilidad dada la estandarización de los mismos, con excepción de los cambios introducidos por el Estado que modifican las reglas de juego, especialmente en lo relacionado con aspectos impositivos, fiscales y / o de reglamentaciones. Esto en la práctica ha quedado seriamente cuestionado con la crisis de los fideicomisos de consumo de 2008 y 2009<sup>14</sup>.

Estos costos son más significativos en los fideicomisos ordinarios, especialmente en los productivos que requieren de un fuerte conocimiento técnico-práctico de la actividad encarada y donde se deben asumir los riesgos inherentes a un proyecto de la economía real. En estos ocurren interacciones entre múltiples personas con distintos modelos mentales y paradigmas, por lo cual los roles principales como fiduciario, desarrollador, operador y asesores y auditores son claves para lograr los objetivos con la menor incidencia de conflictos que generen costos, que en un extremo podrían poner en riesgo la sustentabilidad del proyecto.

Respecto de los costos ocultos también es necesario darles un contexto de temporalidad, es decir analizarlos exhaustivamente previa a la puesta en marcha del emprendimiento, versus las demoras que su análisis pudiera ocasionar con el consiguiente retardo en el lanzamiento del proyecto. Es un trade – off de negocios más que todo líder debe resolver; nuevamente con esto vemos la importancia decisiva de un equipo de trabajo idóneo y bien integrado desde el inicio de los preliminares de ideas de negocio hasta la confirmación de la oportunidad y la consecuente actividad del armado de un plan de negocios para concretarla; esta es la clave.

Para fortalecer esto también hay que prestar atención a la conformación de mecanismos de control pero atendiendo sus costos y eficiencia para no caer en el diseño de estructuras rígidas y de alto costo. Pero recordemos además y con relación directa con la generación de costos ocultos, que este es un punto importante ya que en situaciones extremas y ante la falta de definiciones, procedimientos o planes de contingencia el fiduciario será quien tiene la responsabilidad legal de tomar las decisiones y eso puede conducir a disconformidades, que inclusive provoquen interpretaciones distintas

<sup>14</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Documentos de Trabajo del CEMA, número 424, Buenos Aires, Universidad del CEMA, julio de 2010

consideradas como abusos. Todo esto producirá un sin número de complicaciones derivadas de ello afectando la normal evolución de cada proyecto.

Yendo a las causas también podemos afirmar que existen varias y algunas ajenas a la responsabilidad de los involucrados como es el caso de la deficiente difusión y docencia de la figura del fideicomiso; la inestabilidad de la economía local sujeta a vaivenes importantes; la falta de profesionales idóneos en el uso técnico y práctico del fideicomiso; la falta de conocimientos de las ciencias blandas que hacen a la dirección de empresas y la improvisación en los negocios, que muchas veces terminan siendo más parecidos a situaciones de azar en busca de ventajas oportunistas que a planificaciones profesionales que conocen los riesgos y fortalezas..

En la teoría de los costos ocultos, debemos poner énfasis en el control del comportamiento de las partes y en el diseño de sistemas que permitan medir la performance y los sistemas de incentivos y motivaciones. De esta manera reforzamos el criterio que la idoneidad, el conocimiento, la responsabilidad y el control son los ingredientes básicos para evitar la aparición de costos ocultos en los negocios.

#### **El caso de los Fideicomisos financieros**

En los FF es una práctica habitual en los contratos de emisión de deuda por títulos valores, que se designe un agente fiduciario para cuidar los intereses de los tenedores de los títulos. En general se designa a un banco con experiencia en fideicomisos, que pueda vigilar el cumplimiento de los covenants del contrato, así como el pago de intereses y del principal en fecha. Se observa entonces, que esta designación es una fuente potencial de problemas de agencia, dado que al banco que actuará como fiduciario lo elige la empresa antes de emitir los valores, para que sea agente de los tenedores de los títulos. Otro caso son los costos que pudiera generar la selección de los fiduciantes sobre el responsable de emitir la calificación de riesgo del activo a securitizar. Aunque existen en el mercado empresas de prestigio, el hecho que el generador del negocio sea quien designe al responsable profesional que lo va a evaluar y calificar, posibilita la aparición de algunos ruidos o suspicacias que podrían ser evitables. Como vemos estamos en presencia de dos situaciones que en el marco de la ley y del uso y costumbres, pueden generar la aparición de costos.

Hasta la derogación por el decreto del PEN 1207 de la exención del pago del impuesto a las ganancias en las utilidades de los Certificados de Participación (CP) en un FF con oferta pública, un punto fuerte que analizaban los inversores era el track record de la cartera securitizada y el porcentaje y tipo de títulos valores que se garantizaba quedaría

en poder del fiduciante, si no se suscribía el total. Esto que en un principio se podría interpretar como un aforo respaldatorio de credibilidad en el negocio y en la cartera de clientes por parte del fiduciante – originante; también puede traslucir la existencia de otros motivos que tenían que ver principalmente con los beneficios de carácter impositivo y financiero, que generaba tener los certificados de participación; cosa que ocurría para quien fuera el poseedor de los mismos<sup>15</sup>.

### **La inversión a riesgo en fideicomisos financieros: los Certificados de Participación**

Analizando los FF podemos elaborar una serie de debilidades que presentan los mismos desde el punto de vista del inversor, en relación al riesgo del proyecto.

Sabemos que existen dos tipos de títulos valores que son los valores representativos de deuda (VRD) y los CP y que además ambos pueden coexistir o no en un mismo fideicomiso, teniendo una o varias clases. También que con ellos se puede diseñar un esquema encadenado con el objetivo de subordinarlos y darles características de riesgo y prelación diferentes en la jerarquía y en el cobro. Un punto conceptualmente central en CP es comprender que los mismos implican que el inversor conoce y asume el riesgo y resultado del negocio, por lo tanto es la persona la que confía en las características y perspectivas del proyecto, y del management que lo ejecutará. En consecuencia el inversor se encuentra sujeto a una serie de situaciones particulares acordes a su naturaleza y características, que pueden generar mayores riesgos y que por lo tanto, deberían ser consideradas y evaluadas en base a la situación y aversión al riesgo de cada uno. Podemos mencionar algunos casos<sup>16</sup>:

- Dependencia de la actuación del fiduciante,
- Derechos que otorgan los CP,
- Riesgos generales y particulares relacionados a los créditos,
- Demora en los tiempos de los deudores,
- Asambleas que afecten las condiciones de los CP clase C por decisión mayoritaria de beneficiarios.
- Reducción de las tasas de interés de los créditos por decisión judicial,
- Desarrollo de un mercado secundario para la negociación de los CP,
- Riesgos derivados de la cancelación no prevista de los créditos,

<sup>15</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María, "La AFIP vigilará los Fideicomisos", Diario La Nación, sección Economía. Buenos Aires, 10 de diciembre de 2007. Online, diciembre 2008

<sup>16</sup> Pertierra Cánepa Francisco María. Op. Cit. Pág. 7. 2009

- Mejoramiento del crédito de los CP,
- Mal desempeño del fiduciante como agente de cobro,
- Normas legales de protección al trabajador - deudor por embargos,
- Aplicación de disposiciones legales imperativas de tutela al consumidor,

### **Tipificación de estos costos<sup>17</sup>**

#### **Casos de ocurrencia de costos de agencia:**

- Costos de contratación: son generalmente costos transaccionales producidos por la relación de agencia y que tiene que soportar el principal pues no son trasladables.
- Monitoring: son costos que aparecen durante el desarrollo del negocio motivo del contrato y derivados de la verificación y el control del comportamiento de las partes.
- Bonding: son los costos que tienen relación con el concepto de lealtad.
- Costos residuales: están originados por el comportamiento evasivo o negligente de quien desempeña el rol de agente, como el incumplimiento de las tareas pactadas.

También podemos mencionar los gastos de representación no tipificados, los gastos de mayor magnitud a la regularmente aceptada en el mercado, las contrataciones de profesionales injustificadas, los sobrepagos, las designaciones y beneficios dados en base a la confianza en vez que sean producto de la idoneidad y el esfuerzo profesional y personal demostrado, los excesos respecto a los usos de la industria y el mercado, los problemas en la asignación de premios y castigos en los ascensos de la pirámide de poder, los proyectos de mayor riesgo al adecuado para la empresa, etc. Muchos de estos pueden ocurrir sin intención dolosa conciente cuando el management abusa del poder de decisión que tiene dentro de la organización con el objetivo de obtener mayores beneficios, que pueden terminar perjudicando a los propietarios. Así queda confirmado que los costos de agencia, que en muchos de los casos tienen puntos de contacto con los costos ocultos, no pueden ser eliminados completamente pero que a través del adecuado diseño organizacional y los

<sup>17</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Op. Cit. Pág. 7. 2009



mecanismos de control corporativo, pueden minimizarse posibilitando la mayor protección de los propietarios.

**Casos de ocurrencia de costos ocultos<sup>18</sup>:**

- Las discusiones que generan distanciamientos, pérdidas de tiempo y desconfianza,
- Los roles mal definidos y la falta de actitud para ejercerlos<sup>19</sup>,
- Las modificaciones en los contratos que implican posteriores addendas,
- Los incumplimientos en los compromisos de aportes por los fiduciantes.
- Los costos de litigios que debe iniciar el fiduciario acorde a su rol,
- Los costos de control, que implican todas las actividades que permiten su efectiva concreción a través de los responsables o delegados,
- La decisión y el proceso de sustitución del fiduciario,
- El exceso de generosidad del fiduciario o el caso de un fiduciario derrochador:,
- La liquidación del fideicomiso que es un caso de alto impacto y gran dificultad ya que no está regulado el procedimiento y al ser extrajudicial y bajo la responsabilidad del fiduciario, sus resultados pueden ser muy amplios.

Podemos ver como la causalidad y flexibilidad permiten que su consideración como costos de agencia y como costos ocultos, tenga límites que no son unívocos. Uno de los puntos donde se puede mostrar en extremo la flexibilidad del fideicomiso es sin dudas el proceso de liquidación, ya que no está regulado y tal como dijimos, es un procedimiento extra-judicial y directamente a cargo del fiduciario. Esta amplitud del procedimiento permite múltiples actuaciones como consecuencia de distintas interpretaciones, por lo cual es conveniente profundizar en algunas de las principales causas que permiten la liquidación del fideicomiso, por ser casos especiales<sup>20</sup> que salen de lo regular, como el plazo de duración; la falta de pago de los servicios; y los derechos de los tenedores de las CP clase C.

Si bien la ocurrencia de costos de agencia y costos ocultos varía en relación con el tipo de fideicomiso que tratemos, se desprende que su consideración y evaluación son fundamentales en aras del mejor resultado no sólo para los originantes del negocio sino

<sup>18</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. Op. Cit. pág. 7 Año 2009.

<sup>19</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. "Costos no previstos en fideicomisos inmobiliarios y agropecuarios". Cátedra de Fideicomisos. Master en Finanzas. Universidad del CEMA. Año 2007.

<sup>20</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. Op. Cit. Pág. 7. 2009

para sus inversores que adhieren y participan. En el caso de los FF hemos remarcado con insistencia las situaciones particulares que supone para el inversor “de riesgo” la aceptación de las condiciones y términos que suponen los CP; es decir la correcta interpretación de los mayores riesgos asumidos dado que se invierte en el éxito del negocio subyacente.

Este punto es de consideración especial dada que en Argentina durante los últimos años se ha intensificado su uso en los FF para la securitización de préstamos relacionados con el consumo, llegando a cubrir más del 94 % del total de estos instrumentos. Por lo tanto y dado el cambio crítico negativo de las condiciones económicas en el mundo y particularmente en Argentina, donde se encuentran agravadas por la incertidumbre local producto de la inflación, la fuga de capitales, los conflictos sectoriales y políticos y la falta de transparencia de los datos oficiales que reflejan la economía, consideramos como escenario de alta probabilidad de ocurrencia la aparición de problemas en estos fideicomisos pues el estudio de los negocios subyacentes, la suba en los porcentajes de mora por los incumplimientos en el pago de los créditos otorgados y los errores de asignación de créditos por el inadecuado estudio de perfiles de los solicitantes de créditos o la falta de garantías demostrables por parte de los deudores, pueden generar serios conflictos cuando se generan contextos de inestabilidad y falta de confianza, activando un problema de difícil solución para el fiduciario.

## **CONCLUSIONES**

Sabemos que una sociedad comercial se caracteriza por existir cuando dos o más personas en forma organizada conforme a la ley 19.550, se obligan a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios participando de los beneficios y soportando las pérdidas y gozando con total discrecionalidad de criterio sobre como lograrlos. También que un fideicomiso existirá en la medida que cumpla con la ley 24.441 y con las obligaciones y responsabilidades establecidas en el contrato. Es importante destacar que el fideicomiso al tener un destino preestablecido para los bienes, le quita discrecionalidad y grados de libertad al fiduciario para actuar sobre el patrimonio fideicomitado, lo cual hay que resaltar porque tiene un efecto disciplinante no menor ya que en la teoría de costos de agencia, amortiguaría los costos de seguimiento al delimitar específicamente el objetivo de la empresa.

En el caso de fideicomisos inmobiliarios, vemos que mayoritariamente se especifica el objetivo empresarial así como la duración del fideicomiso; también respecto al control y la rendición de cuentas. Lo que no se comprueba como estandarizado es que la rendición de cuentas necesite la aprobación de los fiduciantes, así como lo referido a tomar en cuentas las observaciones.

También el trabajo permite confirmar como falso el supuesto sobre que el fideicomiso tiene los mismos costos de agencia, costos residuales y problemas de incentivos que una empresa de un tipo societario clásico. Esto basado en las profundas diferencias que tienen los contratos, las diferentes responsabilidades y la operatoria. Respecto a los costos de agencia, los mismos se reducen en virtud de estar acotada por ley la discrecionalidad del fiduciario y por los límites fijados en el contrato de fideicomiso.

Si bien es cierto que el éxito de un proyecto o empresa debiera generar beneficios para todos sus integrantes, va de suyo que en condiciones normales los propietarios exigirán siempre maximizar el valor de su empresa pues ello tiene impacto directo en su economía personal. En el caso del management estos beneficios pueden no estar tan directamente relacionados y no siempre el maximizar el valor de la empresa que los contrata, significa que sus intereses personales se vean positivamente afectados.

Esta situación es común en todos los tipos de organizaciones independientemente su tamaño y etapa, pero seguramente en las grandes organizaciones los costos de agencia tengan mayor incidencia por la cantidad y diversidad de accionistas y el dimensionamiento del staff de conducción y gestión, mientras que en las organizaciones más chicas o en los proyectos en etapa de start-up tengan mayor peso los costos ocultos

dada la mayor incertidumbre, la falta de capacidad de maniobra, la aversión al riesgo, los esquemas de management familiar, las estructuras de asesoramiento más reducidas, etc..<sup>21</sup>

Referido a estos costos podemos afirmar que la estructuración a partir de fideicomisos, contendría una desventaja comparativa en relación a la organización tradicional. Un análisis más profundo permite observar que esta es una desventaja propia de la naturaleza del fideicomiso, pero que esa mismo es la que genera todas las otras ventajas por las que el fideicomiso se convirtió en un instrumento de alto valor real y potencial, siempre que sea aplicado en forma idónea. También queda demostrado que los potenciales problemas de costos de agencia y costos ocultos podrían ser disminuidos y atenuados a partir de las características del contrato que celebren las partes. Sintéticamente esto es utilizar las grandes ventajas del fideicomiso como su versatilidad y la posibilidad de crear un patrimonio de afectación, que se rija por las reglas establecidas “a medida” de las partes intervinientes.

En el estudio de los costos de agencia y de los costos ocultos aplicados al fideicomiso hemos confirmado su existencia en el marco del crecimiento explosivo de la figura, fundamentalmente a partir de la limitación en las formas tradicionales de acceso al crédito y de la excelente performance demostrada, aún en situaciones de máximo stress, como fueron las acontecidas en Argentina durante los años 2001 y 2002. También ha quedado en evidencia que esta adopción exitosa, en la práctica, no ha podido ser acompañado por la completa y correcta interpretación del instrumento jurídico, dando lugar ha distorsiones en el uso y a errores interpretativos, los que se ven plasmados en la ambigua, incorrecta o incompleta redacción de algunos contratos, que son el corazón de los proyectos apoyados por fideicomisos.

Las razones encontradas luego de realizado el trabajo son muchas pero debemos citar algunas como:

- la generalizada e ingenua visión sobre que el fideicomiso es una suerte de herramienta mágica que salva y apalanca cualquier negocio, independientemente si su factibilidad y operabilidad son realmente sustentables;
- la falta de capacitación sobre el tema que poseen algunas personas que toman decisiones relacionadas con negocios;

<sup>21</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. Op Cit. Pág. 7. 2009

- la falta de asesoramiento profesional idóneo y con experiencia real en la aplicación del instrumento a los negocios;
- la gestión y conducción de negocios fiduciarios olvidando lo principal, que es que los mismos están sustentados, beneficiados y limitados por las implicancias del concepto de fideicomiso y las pautas contenidas en el contrato celebrado.

Debemos aceptar que la estructura misma de los fideicomisos produce la duplicación de los problemas de agencia y en consecuencia sus costos derivados. Esto ocurre porque existen tres actores fundamentales donde dos de ellos cumplen el rol de “principales” que son los beneficiarios y fiduciantes, y uno el de “agente” que es el fiduciario. Los problemas entonces pueden ocurrir en la relación entre fiduciario - fiduciante o en la de fiduciario - beneficiario. Entonces existe un primer problema de relación que podemos llamar tradicional que es el del fiduciario con el beneficiario, pero además dado el funcionamiento conceptual del fideicomiso, existe un segundo problema de relación que es el del fiduciario con el fiduciante.

En el caso particular de los FF, existen potenciales problemas de agencia con relación al banco comercial que es seleccionado como agente de los tenedores de títulos antes de la emisión de bonos. También respecto a las calificadoras de riesgo que anualmente evalúan los activos expresando su opinión, pero que su contratación está directamente relacionada con la decisión del fiduciante. Sobre los costos de agencia durante la marcha de estos fideicomisos especialmente los que tienen como activo subyacente créditos de consumo, el comportamiento general fue de acuerdo a lo proyectado no registrando un índice de mora ni de precancelación superior a la media del mercado. Los inversores que participaron como beneficiarios mayoritariamente obtuvieron el rendimiento pautado en la oferta publicada y promocionada en cada oportunidad. En consecuencia y si agregamos que los contratos con este tipo de operatoria y activos subyacentes son muy similares y por lo tanto casi estandarizados, vemos que necesariamente se reduce mucho la posibilidad de generar desalineamientos en los comportamientos de propietarios y gerenciadore de esos activos. Igual seguimos alertando que esto es una conclusión en el marco de la economía nacional y global hasta septiembre de 2008, dado que el cambio de paradigma mundial acontecido en ese momento, seguirá generando modificaciones radicales que inevitablemente tienen consecuencias en todos los aspectos de la economía de las naciones.

Sintetizando podemos afirmar que tanto los costos de agencia como los ocultos en los FF son menos significativos y que la principal justificación reside en la similitud de los

contratos y de los activos subyacentes; también respecto a la estandarización de los procedimientos. Todo esto implica que se trata de productos casi estandarizados., especialmente aquellos que tienen como objeto la securitización de préstamos orientados al consumo.

En cuanto a los incentivos en el fideicomiso, sería deseable poder premiar al fiduciario en relación al avance y éxito de los proyectos. Una alternativa interesante que no se observa regularmente, sería establecer objetivos por grado de avance y que queden consignados en el contrato. Es más en el mismo se podría establecer pagos anuales fijos y a la finalización un pago excepcional por el valor del mercado de la empresa menos los aportes ponderado en un porcentaje a establecer. Seguramente este es un tema a estudiar en forma muy responsable por expertos con experiencia práctica, para no colisionar con los conceptos jurídicos base de la figura.

Dada la existencia real de ambos tipos de costos podemos afirmar que la consecuencia es la destrucción de valor de la empresa, y de ello se desprende la importancia de su estudio y consideración.

En el caso de los costos de agencia el quiebre surge por la dispar alineación entre los intereses de los propietarios en su rol de accionistas y los del management en su rol de ejecutivos-administradores. En el caso de los costos ocultos el punto surge por la falta de idoneidad, la urgencia y falta de planificación a la hora de diseñar proyectos pero también producto del desconocimiento de las actividades y problemas que implican la ejecución práctica de los negocios, o la imprevisión y el excesivo optimismo respecto a la evolución positiva de cada emprendimiento<sup>22</sup>.

Estando confirmada la existencia de estos costos y la mayor incidencia de ambos en los fideicomisos ordinarios, ponemos foco especialmente en aquellos organizados como Fondos de Inversión Directa<sup>23</sup>, donde la actividad productiva requiere una mayor especialización y técnica. Pero además, porque el desarrollo mismo de los negocios de la economía real implica una tasa de mayor variabilidad, lo que obliga a un esfuerzo mayor del Management para convivir con el cambio a través de un proceso de toma de decisiones muy eficiente.

<sup>22</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M., Op Cit.. Pág. 7. 2009

<sup>23</sup> Gómez de la Lastra, Manuel y Pertierra Cánepa, Francisco María. Documentos de Trabajo del CEMA, número 423, Buenos Aires, Universidad del CEMA, julio de 2010

Se confirma también que en el mercado existe una deficiente interpretación sobre el fideicomiso y que hay pocos profesionales idóneos en la materia y mucho menos, con experiencia práctica concreta. También se confirmó la alta incidencia de los costos que denominamos ocultos, al comprobarse que muchos Planes de negocios han sido desarrollados en forma incompleta y sin el asesoramiento adecuado; pero también debido a la improvisación de quienes lanzan los negocios.

Respecto a ellos, en general se percibe un consenso en cuanto a que las contingencias fiscales, los vacíos contractuales y la falta de experiencia práctica en la operación de un fideicomiso son los principales costos que se experimentaron en la operatoria regular. Estos costos se ven aumentados en los fideicomisos ordinarios y especialmente en los productivos, ya que es donde se precisa y requiere de mayores conocimientos técnico – productivos y específicos de la actividad desarrollada, por lo cual el rol activo y con fuerte expertise de los participantes es de valor fundamental. Esto principalmente se debe reflejar en los conductores como el fiduciario, el desarrollador y el operador, pero también en los auditores ya que todos en suma, permiten el logro de los objetivos. Por el contrario en los fideicomisos financieros, no se ha hecho tan evidente la generación de costos ocultos por lo ya explicado, a excepción de algunas cuestiones impositivas o del proceso no planificado de liquidación del fideicomiso. Vale reafirmar que esto se afirma en el marco del estudio, que en ningún momento considera las acciones e intencionalidades de las personas fuera del marco de la ley.

Analizando casos, hemos comprobado que la figura podría haber quedado asociada en forma negativa a grandes operaciones financieras y / o a jugadores relevantes de nombre reconocido en el mercado financiero y de capitales, jerarquizados o no, lo que podría haber actuado como barrera para la generalización de proyectos productivos que hacen a la economía real y a las necesidades de inversión de los ciudadanos en forma particular. Esto afectaría mayormente a las pymes en su conjunto y a las economías regionales en particular, pues consideramos que la verdadera misión de palanca que tiene la figura del fideicomiso con todas sus bondades, es dar mayor seguridad y garantías para la concreción de los negocios responsablemente planificados, con asesoramiento idóneo y dirigidos y ejecutados por empresarios dispuestos a asumir el riesgo empresario inherente a las actividades productivas.

En lo que respecta a los fideicomisos productivos, estos son el issue pendiente de explosión y deben ser materia de preocupación estratégica ya que además de dar mayor seguridad a los inversores y a los participantes, generan un genuino crecimiento

económico que beneficia a la zona donde se localizan los proyectos. Estos por la propia inercia generan beneficios para la región o provincia y en consecuencia directa para el país, puesto que se incentiva la demanda de mano de obra, de servicios y de especialistas<sup>24</sup>. El estímulo del crecimiento también apuntala la movilidad social y la mejor distribución de los ingresos a la vez que favorece el mantenimiento de las fuentes de trabajo y la radicación en el lugar, evitando así el conflicto socio-económico-cultural y geográfico que genera la migración del interior hacia las grandes ciudades.

Finalmente y antes de constituir un fideicomiso, hay que estudiar y planificar el negocio proyectado a través del mejor Business Plan posible, poniendo en acción recursos humanos y materiales dispuestos a trabajar en equipo<sup>25</sup>, con los tiempos adecuados en pos del objetivo. Esto concretado a través de un buen contrato de fideicomiso y con la gestión responsable y profesional del día a día, permitirá reducir en forma significativa la generación e incidencia de los costos que este trabajo permitió comprobar.

Pese a que no fueron objeto de este estudio surgen líneas futuras a desarrollar relacionadas con los costos estudiados, que son de enorme interés y alto potencial de utilidad como ser:

- las motivaciones por incentivos,
- como acotar los posibles abusos y negligencias de parte del fiduciario,
- profundizar en lo casuístico y empírico para relevar los fideicomisos ordinarios, especialmente los inmobiliarios y los agropecuarios,
- la debilidad respecto a la contratación de servicios profesionales por parte del fideicomiso para llevar a cabo sus objetivos.

<sup>24</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M., "Fideicomisos Productivos", Notas de clase, módulo 2 del Curso de Fideicomiso y Negocios, Universidad Católica de Salta, agosto de 2008

<sup>25</sup> Pertierra Cánepa, Francisco María. "Recursos y Liderazgo en los Proyectos". Notas de clase, Cátedra de Entrepreneurship del MBA del CEMA, Buenos Aires, Universidad del CEMA. 2006

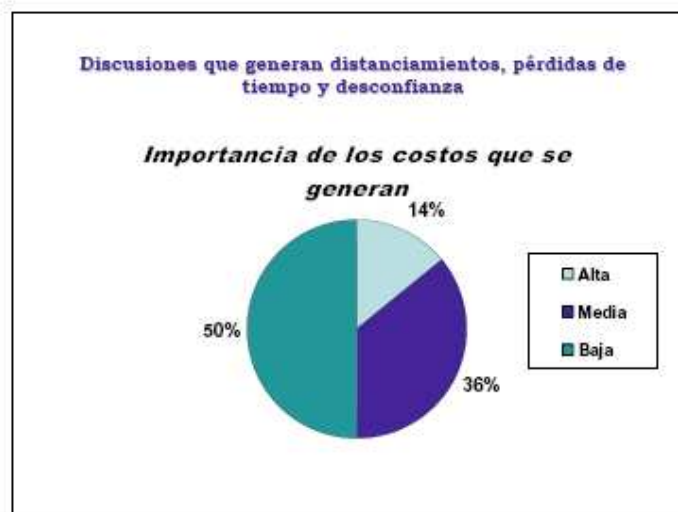


## **BIBLIOGRAFÍA**

1. Gómez de la Lastra Manuel y Pertierra Cánepa Francisco María. “Vehículos innovadores para desarrollar proyectos productivos”. Serie Documentos de Trabajo n. 423, Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2010.
2. Jensen, Michael and Smith, (jr) Clifford, “Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory”. Harvard University Press, December 2000. <http://hupress.harvard.edu/catalog>. Online, agosto 2008.
3. Johnson, Gale D. “Resource allocation under share contracts”. Journal of Political Economy. University of Chicago Press. 1950.
4. Pertierra Cánepa, Francisco María. Tesis Doctoral “Fideicomisos y Negocios en la Argentina: costos de agencia y costos ocultos”. Buenos Aires, Argentina. Universidad del CEMA. 2008.
5. Posner, Eric. “Agency models in law and economics”. University of Chicago, Law School, John M. Olin Law and Economics Working Paper n. 92. 2000.
6. Sappington, David E. Incentives in Principal – “Agent Relationship. Journal of Economics Perspectives”, vol. 5. 1991.

## ANEXO

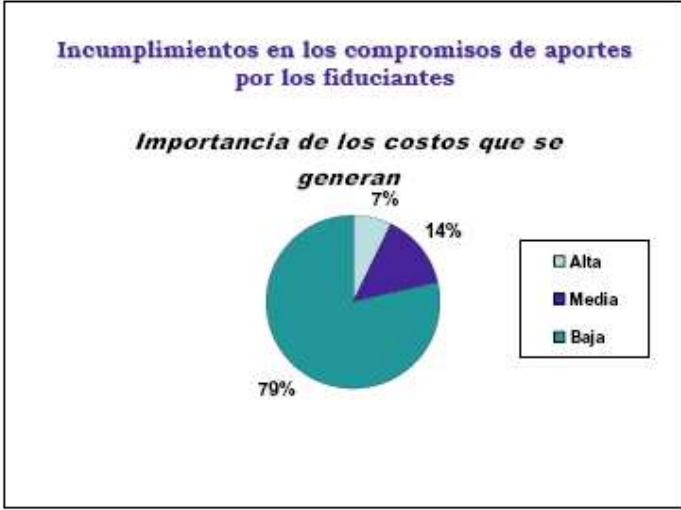
### ALGUNOS RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN EN GRÁFICOS DE TORTAS



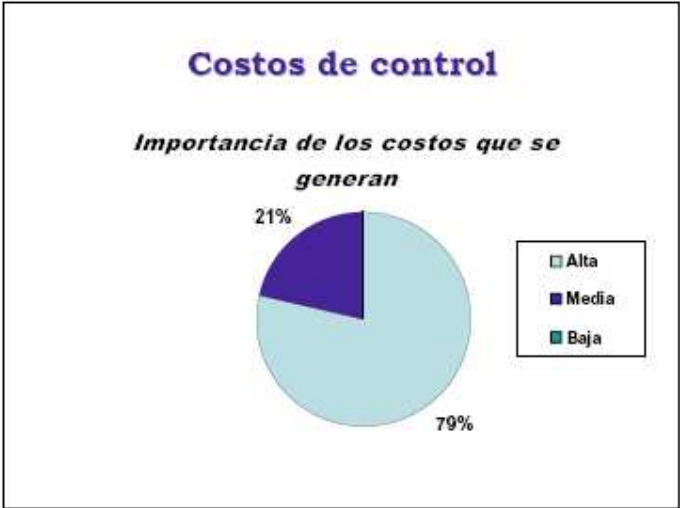
Fuente: Tesis Doctoral de Francisco M. Pertierra Cánepa



Fuente: Tesis Doctoral de Francisco M. Pertierra Cánepa



Fuente: Tesis Doctoral de Francisco M. Pertierra Cánepa



Fuente: Tesis Doctoral de Francisco M. Pertierra Cánepa